BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Update

January 2008

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 22 January 2008.

Overview

The Canadian economy grew broadly in line with the Bank's expectations in the second half of 2007. Despite some slowing in growth in the fourth quarter, the economy continues to operate above its production capacity. Both total and core inflation have been lower than was projected in the October *Monetary Policy Report*, largely reflecting a price-level adjustment related to increased competitive pressures in the retail sector stemming from the level of the Canadian dollar.

Financial conditions have deteriorated since October, leading to a tightening of credit conditions in industrialized countries. Given this, and a deeper and more prolonged decline in the U.S. housing sector, the outlook for the U.S. economy in 2008 is now significantly weaker than it was in October. Growth is expected to be particularly weak in the first half of the year before recovering later in 2008 and 2009.

For Canada, the effects of the slowing U.S. economy will lead to additional downward pressure on export growth. However, despite tighter credit conditions, domestic demand in Canada is expected to remain strong, supported by continued income growth associated with the increase in commodity prices seen since October, which has led to further gains in Canada's terms of trade. The Bank now projects that economic growth in 2008 will be weaker than was expected in October, averaging a little over 1 per cent in the first half of the year and a little over 2 per cent in the second half. On an average annual basis, the economy is projected to expand by 1.8 per cent in 2008 and by 2.8 per cent in 2009. This growth profile implies that the economy will move into modest excess supply in the second quarter of this year, and then return to balance in early 2010.

Highlights

- The Canadian economy continues to operate above its production capacity, despite a slowing of growth in the fourth quarter of 2007.
- The Bank projects average annual economic growth of 1.8 per cent in 2008 and 2.8 per cent in 2009.
- Both core and total CPI inflation are projected to fall below 1.5 per cent by mid-2008 before returning to 2 per cent by the end of 2009.
- Further monetary stimulus is likely to be required in the near term.

www.bankofcanada.ca

The inflation projection has also been revised down, particularly for 2008, primarily reflecting the price-level adjustment noted above and the recent one-percentage-point reduction in the GST. Both core and total CPI inflation are projected to fall below 1 1/2 per cent by the middle of this year before returning to the 2 per cent target by the end of 2009. Excluding the impact of the recent GST reduction, total CPI inflation is projected to average close to 2 per cent throughout 2008 and 2009.

Risks and Policy Outlook

There are a number of important risks to this base-case projection.

On the downside, the tightening in credit conditions globally and in Canada could be greater and more protracted than assumed, and there could be a more prolonged slowdown in the U.S. economy, exerting a greater drag on Canadian GDP growth and inflation. As well, competitive pressures in Canada's retail sector could put more downward pressure on prices than assumed.

On the upside, there are risks posed by the continued strong momentum in domestic demand growth, underpinned by firm commodity prices, improved terms of trade, and strong credit growth. Capacity pressures could be stronger than judged, especially if weak productivity growth were to persist, which would put upward pressure on costs and inflation.

The Governing Council judges that, overall, the risks to the base-case projection for Canadian inflation are roughly balanced.

On 4 December and on 22 January, the Bank lowered its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point, bringing it to 4 per cent. In line with the Bank's outlook, further monetary stimulus is likely to be required in the near term to keep aggregate supply and demand in balance and to return inflation to target over the medium term.

Recent Economic and Financial Developments

Global Developments

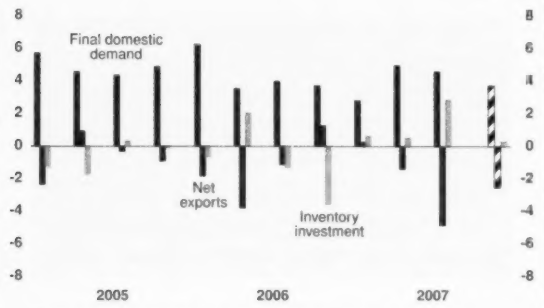
Global economic growth remained strong through the third quarter of 2007. During the fourth quarter, however, there was a slowing in the global economy, most notably in the United States. The ongoing repricing of risk and tightening of credit conditions in industrialized countries, largely stemming from problems in the U.S. subprime-mortgage market, contributed to the slowdown. Upward pressure on global inflation continued, exacerbated by large increases in the prices of energy and food.

Economic strength through the third quarter was broadly based across all major regions and was generally greater than expected. In the United States, economic growth in the third quarter was driven by unexpectedly high business spending and inventory accumulation, and by the rapid expansion of net exports in response to strong global demand and the depreciation of the U.S. dollar. Available information on the U.S. economy suggests that activity slowed in the fourth quarter as a result of the continued weakness in the housing sector, lower production to reduce inventory levels (particularly in the automobile sector), and the adverse effects of tighter credit conditions.

With continuing strong global demand for oil and little significant supply adjustment, crude oil prices have moved higher. Prices for grains and oilseeds have also continued to rise, reflecting both strong growth in demand from major emerging economies and unfavourable supply developments. Many other commodity prices have also remained high.

Chart 1 Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate



Note: GDP estimates for the fourth quarter of 2007 are based on the Bank's monitoring of current data.

Canadian Economic Activity

In the second half of 2007, the Canadian economy grew broadly in line with the Bank's expectations. Economic growth in Canada eased in the third quarter, with real GDP growing at an annual rate of 2.9 per cent, slightly stronger than the 2.5 per cent projected in the October *Report*. Inventory investment was higher than expected, contributing importantly to overall growth, and, once again, there was a considerable rise in final domestic demand (Chart 1).

Both business investment and government spending on goods and services were boosted in the third quarter by large purchases of machinery and equipment from abroad. Real personal disposable income increased moderately, while household net worth rose further, and household credit continued to record substantial increases. As a result, household spending rose solidly, after a very strong gain in the second quarter.

Net exports decreased markedly in the third quarter. Import volumes increased substantially in response to strong domestic demand and the past appreciation of the Canadian dollar. Export volumes rose modestly, however, as the exchange rate appreciation moderated the strong global demand for Canadian goods and services.

Current data for the fourth quarter point to another substantial gain in final domestic demand, supported by the rise in real incomes from a boost in the terms of trade that reflected strong commodity prices and the further appreciation of the Canadian dollar. However, there is likely to be a drag on GDP growth from net exports. Overall, real GDP is likely to have increased by 1.5 per cent in the fourth quarter.

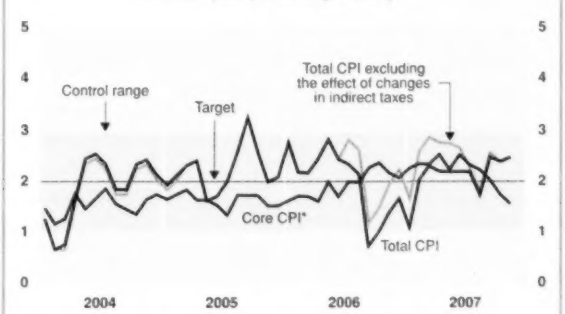
Inflation and the 2 Per Cent Target

Inflation in October and November was lower than projected in the October *Report*. This appears to largely reflect a price-level adjustment related to increased competitive pressures stemming from the high level of the Canadian dollar.

The core rate of inflation averaged 1.7 per cent in October and November, 0.6 percentage points lower than projected for the fourth quarter in the October *Report* (Chart 2). It appears that the Canadian dollar's rise to close to parity with the U.S. dollar raised consumers' awareness of the considerable differences between Canadian and U.S. prices and led to a greater-than-projected downward adjustment of the prices of some goods, particularly automobiles. Additionally, increases in meat prices were lower than expected, driven by increased supply. The prices of core services also rose somewhat less than expected.

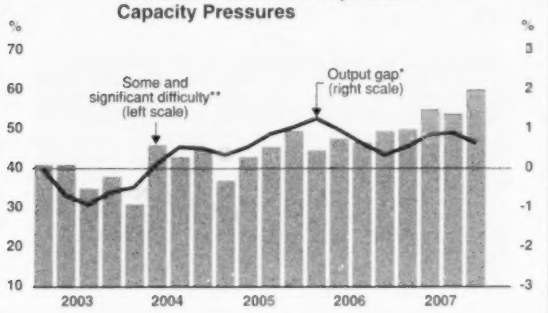
Chart 2 Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Chart 3 Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the fourth quarter of 2007 is based on a projected rise in output of 1.5 per cent (at annual rates) for the quarter.
** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

The 12-month rate of increase in the total CPI moved back up from 1.7 per cent in August 2007 to an average of about 2.5 per cent in October and November, reflecting the temporary reduction in gasoline prices in September and October 2006.[1] Nevertheless, the growth in total CPI inflation was significantly lower than the 3.0 per cent expected in the October *Report*, owing to the downward adjustment in core inflation.

Estimated Pressures on Capacity

Notwithstanding the easing in core inflation, the Canadian economy continues to operate above its production capacity.

The Bank's winter *Business Outlook Survey*, the conventional measure of the output gap,[2] and most labour market and wage indicators continue to suggest considerable tightness (Chart 3).

After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that, overall, the economy was operating about one-half of a per cent above its production capacity in the last quarter of 2007.

Credit Conditions

Global financial markets remain volatile as difficulties related to the valuation of structured products and expected losses stemming from the U.S. subprime-mortgage market persist and, more generally, as concerns about the economic outlook have increased. Canada has been affected by these global developments, but to a lesser extent than the United States and Europe. While household and business credit have continued to grow robustly in Canada, there has been some tightening in the prices, terms, and availability of credit.

Since late July, *financial institutions* in Canada and other countries have been facing increased spreads between their money market borrowing rates and expected overnight policy rates. Although money market conditions worsened after the October *Report*, partly because of concerns about year-end funding pressures, they have now returned to their October levels (Chart 4).

Chart 4 Spreads between 3-Month Interbank Offered Rates and Overnight Index Swaps*

* For the United States and the euro zone, LIBOR (London Interbank Offered Rate) is published by the British Bankers' Association. For Canada, CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) is published by Reuters.

1. The upward pressure on gasoline prices coming from the recent rise in spot prices for crude oil was largely offset by the effect of the exchange rate appreciation and narrower margins.

2. The Bank's conventional measure indicates that the economy was operating about 0.6 per cent above its production potential in the fourth quarter of 2007. The estimated level of excess demand in the fourth quarter of 2007 is about 0.1 percentage points higher than was projected in the October *Report*. This rise is mainly the result of a marginal decrease in the estimated level of production capacity.

At the same time, however, there has been a considerable widening in credit spreads in Canadian and global bond markets for financial and non-financial institutions. For example, for 10-year bonds, the spreads for "A"-rated Canadian borrowers over yields on Government of Canada bonds have widened from about 100 basis points to around 140 basis points since the October *Report*.

The spread between the effective *household* borrowing rate and the expected target overnight rate is estimated to have increased by about 20 to 25 basis points since October.

The spread between the rate at which *non-financial firms* can borrow from financial institutions and the expected overnight rate has increased by about 15 to 20 basis points since October. Given the increase in spreads in bond markets, and a tightening in the terms and conditions for bank loans and market debt, there has been a significant tightening in credit conditions faced by firms.

Policy Rates

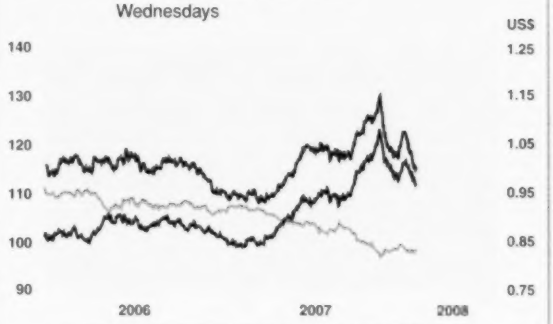
Since the October *Report*, policy rates have been reduced in both the United States and Canada. With the weaker economic outlook and further tightening of credit conditions, market expectations in a number of industrialized countries, including Canada and the United States, now reflect significantly lower policy rates for 2008 than at the time of the October *Report*.

Exchange Rates

Against a background of significant volatility in currencies, commodity prices, and interest rates since the October *Report*, and a generally weakening U.S. dollar, the Canadian dollar has exhibited exceptional volatility. After spiking sharply early in November, the dollar has since declined to trade around the level of 98 cents U.S. assumed in the October *Report* (Chart 5). This level is not inconsistent with fundamental factors.

Chart 5 Canadian Dollar Exchange Rate and U.S. Trade-Weighted Index

Wednesdays



Closing spot exchange rate vis-à-vis U.S. dollar (right scale)
CERI excluding U.S. dollar (left scale, 1992=100)
U.S. broad dollar trade-weighted index (left scale, 1997=100)

Note: CERI: Canadian-dollar trade-weighted index (against U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi)
Sources: Bank of Canada and Federal Reserve Bank of St. Louis

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: energy prices evolving in line with current futures prices; as in the October *Report*, a Canada/U.S. exchange rate averaging 98 cents U.S.; and a gradual and orderly resolution of global imbalances.

The robust expansion of the global economy experienced over the past several years is expected to moderate over 2008–09. The adverse impact of the tightening of credit conditions in industrialized countries should be partially offset by more accommodative monetary policy than previously expected and by continued strength in emerging-market economies. Nevertheless, global economic growth is expected to slow somewhat faster than projected in the October *Report* (Table 1).

Table 1
Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Expected growth (per cent)[b]			
		Projection			
		2006	2007	2008	2009
United States	20	**2.9** *(2.9)*	**2.2** *(1.9)*	**1.5** *(2.1)*	**2.5** *(3.0)*
European Union	19	**2.9** *(2.9)*	**2.7** *(2.6)*	**1.8** *(2.0)*	**1.9** *(2.2)*
Japan	6	**2.4** *(2.2)*	**1.9** *(2.0)*	**1.6** *(1.7)*	**1.8** *(1.8)*
China and Asian NIEs[c]	18	**10.0** *(10.0)*	**10.1** *(10.0)*	**9.3** *(9.4)*	**7.9** *(8.0)*
Others	37	**6.3** *(6.3)*	**6.3** *(6.3)*	**5.7** *(5.8)*	**5.0** *(5.1)*
World	100	**5.4** *(5.4)*	**5.3** *(5.2)*	**4.6** *(4.8)*	**4.3** *(4.5)*

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Database, April 2007. The World Bank recently published comprehensive revised estimates of purchasing-power parities, which will be reflected in the April 2008 *Monetary Policy Report*.
b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2007 *Report*.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

Futures prices for crude oil are higher than those in the October *Report*, but futures prices for natural gas are largely unchanged. The price index for non-energy commodities is expected to remain firm, easing somewhat as global growth moderates.

The U.S. Outlook

The projection for U.S. GDP growth has been revised down significantly from that in the October *Report*. Declining activity in the U.S. housing sector suggests a deeper and more prolonged adjustment in U.S. residential investment and a reduction in home equity values. Credit conditions are expected to tighten further, reflecting continuing financial market concerns and the weaker economic outlook. These factors, together with declines in the value of household wealth, are expected to reduce the growth of domestic demand relative to earlier projections. In this *Update*, which incorporates the effect of a significant easing in U.S. monetary policy (including some reduction in the policy rate beyond that announced on 22 January), the U.S. economy is projected to grow at a rate below that of potential output in 2008, before recovering gradually in 2009. Growth in 2008 is expected to be particularly weak in the first half of the year, averaging 0.5 per cent at an annual rate, because of weakness in household spending and residential investment. Annual U.S. GDP growth is projected to be 1.5 per cent in 2008 and 2.5 per cent in 2009.

The Canadian Outlook

For Canada, the Bank's base-case projection is weaker for 2008 but somewhat stronger for 2009 than in the October *Report*. Quarterly growth at annual rates is expected to average 1.3 per cent in the first half of 2008 and then move up to 2.3 per cent in the second half of this year, and to just over 3 per cent through 2009 (Table 2).

Final domestic demand is expected to remain the key driver of economic growth over the projection period, supported by high commodity prices, further robust growth in real incomes, and lower policy rates (Table 3). Growth of final domestic demand is a little stronger than in the last *Report*. But the major change is much weaker net exports. While import growth is expected to stay robust over the projection period, the outlook for Canadian exports has been marked down, reflecting the weaker U.S. economic outlook. With the pickup in U.S. GDP growth in 2009, the drag on Canadian economic activity coming from net exports diminishes.

Table 2
Summary of the Base-Case Projection[a]

	2007		2008			2009
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)[b]	**2.9** *(2.5)*	**1.5** *(1.8)*	**0.6** *(2.0)*	**2.0** *(2.2)*	**2.3** *(2.5)*	**3.2** *(2.6)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	**2.9** *(2.8)*	**2.9** *(2.9)*	**2.2** *(2.4)*	**1.7** *(2.1)*	**1.7** *(2.2)*	**2.8** *(2.5)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	**2.2** *(2.2)*	**1.6** *(2.3)*	**1.4** *(2.2)*	**1.3** *(2.1)*	**1.6** *(2.0)*	**1.9** *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	**2.2** *(2.2)*	**2.4** *(3.0)*	**1.7** *(2.9)*	**1.4** *(2.4)*	**1.5** *(1.9)*	**1.9** *(2.0)*
Total CPI (excluding effect of changes in indirect taxes)[c] (year-over-year percentage change)	**2.3** *(2.3)*	**2.4** *(3.0)*	**2.2** *(2.9)*	**1.9** *(2.4)*	**2.0** *(1.9)*	**1.9** *(2.0)*
WTI[d] (level)	**75** *(75)*	**91** *(81)*	**93** *(78)*	**92** *(77)*	**90** *(76)*	**88** *(74)*

a. Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.
b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
c. The combined effect of the 1 per cent GST reduction on 1 January 2008 and some other small changes in indirect taxes is estimated to reduce total CPI by about 0.5 per cent for a year.
d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 18 January 2008

With the weak near-term U.S. outlook and the tighter credit conditions in Canada, the economy moves into modest excess supply in the second quarter of this year. In this base-case projection, the subsequent strengthening of U.S. economic growth and further near-term reduction in policy interest rates in Canada bring aggregate supply and demand back into balance in early 2010.[3]

The projection for core inflation is lower than in the October *Report*. In 2008, this reflects the modest excess supply in the economy for much of the year and continued pressures from lower-than-expected prices for selected tradable goods. These lower prices are driven by the increased competition related to the high Canadian dollar. However, with the impact on measured inflation from price-level adjustments dissipating, with well-anchored inflation expectations, and with the economy moving back towards balance, core inflation should move up to 2 per cent by the end of 2009.

Table 3
Contributions to Average Annual Growth of Real Canadian GDP[a]
Percentage points

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.3 *(2.3)*	2.2 *(2.1)*	2.2 *(2.1)*	2.4 *(2.0)*
Housing	0.1 *(0.1)*	0.2 *(0.2)*	-0.1 *(-0.1)*	0 *(0)*
Government	0.8 *(0.8)*	0.6 *(0.6)*	0.7 *(0.7)*	0.6 *(0.6)*
Business fixed investment	1.2 *(1.2)*	0.6 *(0.5)*	0.5 *(0.5)*	0.5 *(0.5)*
Subtotal: Final domestic demand	4.4 *(4.4)*	3.6 *(3.4)*	3.3 *(3.2)*	3.5 *(3.1)*
Exports	0.3 *(0.3)*	0.6 *(0.5)*	- 0.1 *(0.2)*	0.4 *(0.4)*
Imports	-1.6 *(-1.6)*	-1.7 *(-1.2)*	-1.3 *(-1.2)*	-1.1 *(-1.0)*
Subtotal: Net exports	-1.3 *(-1.3)*	-1.1 *(-0.7)*	-1.4 *(-1.0)*	-0.7 *(-0.6)*
Inventories	-0.3 *(-0.3)*	0.1 *(-0.1)*	-0.1 *(0.1)*	0 *(0)*
GDP	2.8 *(2.8)*	2.6 *(2.6)*	1.8 *(2.3)*	2.8 *(2.5)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October *Monetary Policy Report*.

3. The assumption for potential output growth is 2.8 per cent in 2008 and 2.7 per cent in 2009, the same as in the last *Report*.

The path for the 12-month rate of increase in the total CPI over the projection period reflects the revised outlook for core inflation, expectations for energy prices, and the effect of changes in indirect taxes. The projection for total CPI inflation in 2008 is lower than in the last *Report*, because of the reduced outlook for core inflation and the estimated direct effect of the one-percentage-point GST reduction (and small changes in other indirect taxes). This is partly offset by the effect of higher futures prices for crude oil. Total CPI inflation is expected to fall below the 2 per cent target in early 2008 and remain below the target for the rest of the year, before moving back to 2 per cent by the end of 2009. Total CPI inflation, excluding the impact of the recent GST reduction, is projected to average close to 2 per cent throughout 2008 and 2009.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: <http://www.bankofcanada.ca>.

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Mise à jour

Janvier 2008

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 22 janvier 2008.

Vue d'ensemble

Au second semestre de 2007, la croissance de l'économie canadienne a été généralement conforme aux prévisions de la Banque. Malgré un ralentissement de son rythme d'expansion au quatrième trimestre, l'économie continue de fonctionner au-dessus de sa capacité de production. L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence est inférieure aux projections présentées dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, en raison surtout d'un ajustement du niveau des prix découlant de l'intensification des pressions concurrentielles dans le secteur du commerce de détail attribuable au niveau élevé du dollar canadien.

Les conditions financières se sont dégradées depuis octobre, ce qui a entraîné un resserrement des conditions du crédit dans les pays industrialisés. Compte tenu de cette situation et du recul plus marqué et plus prolongé que prévu dans le secteur du logement aux États-Unis, les perspectives d'évolution de l'économie américaine pour 2008 sont aujourd'hui nettement plus sombres qu'en octobre. La croissance devrait être particulièrement faible au premier semestre de l'année, puis s'accélérer plus tard en 2008 et en 2009.

En ce qui concerne le Canada, les effets du ralentissement de l'économie aux États-Unis contribueront à accentuer les pressions à la baisse exercées sur la croissance des exportations. Toutefois, malgré le resserrement des conditions du crédit, la demande intérieure au Canada devrait demeurer robuste, soutenue par l'accroissement persistant des revenus associé à la hausse des prix des produits de base observée depuis octobre, celle-ci ayant permis de nouveaux gains au chapitre des termes de l'échange du Canada. La Banque prévoit

Faits saillants

- L'économie canadienne continue de fonctionner au-dessus de sa capacité de production, malgré un ralentissement de son rythme d'expansion au quatrième trimestre de 2007.
- La Banque prévoit que le taux de croissance annuel moyen de l'économie s'établira à 1,8 % en 2008 et à 2,8 % en 2009.
- Tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient glisser sous les 1,5 % d'ici le milieu de 2008 avant de revenir à 2 % vers la fin de 2009.
- Il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire dans un proche avenir.

www.banqueducanada.ca

maintenant que le rythme de progression de l'économie en 2008 sera plus faible que celui auquel on s'attendait en octobre, puisqu'il se situerait en moyenne un peu au-dessus de 1 % au premier semestre et un peu au-dessus de 2 % au second semestre. Le taux d'expansion annuel moyen devrait s'établir à 1,8 % en 2008 et à 2,8 % en 2009. Ce profil de croissance implique que l'économie affichera une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre de 2008 et que l'équilibre se rétablira entre l'offre et la demande au début de 2010.

La projection en matière d'inflation a également été revue à la baisse, en particulier pour 2008, sous l'effet principalement de l'ajustement du niveau des prix évoqué ci-dessus et de la réduction récente de un point de pourcentage de la TPS. Tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient glisser sous les 1 1/2 % d'ici le milieu de l'année avant de revenir à la cible de 2 % vers la fin de 2009. L'inflation mesurée par l'IPC global corrigé de l'effet de la récente réduction de la TPS devrait avoisiner 2 % en moyenne tout au long de 2008 et de 2009.

Les risques et les perspectives en matière de politique monétaire

Un certain nombre de risques importants pèsent sur ce scénario de référence.

Du côté des risques à la baisse, le resserrement des conditions du crédit à l'échelle nationale et internationale pourrait être plus prononcé et durer plus longtemps que prévu, et le ralentissement de l'économie américaine pourrait se prolonger, ce qui freinerait davantage la croissance du PIB et l'inflation au Canada. En outre, les pressions concurrentielles dans le secteur canadien du commerce de détail pourraient exercer sur les prix des pressions à la baisse plus marquées que nous ne le supposons.

Les risques à la hausse, pour leur part, résident dans l'essor soutenu de la demande intérieure, qu'alimentent la fermeté des cours des produits de base, l'amélioration des termes de l'échange et la solidité de la croissance du crédit. Les pressions sur la capacité de production pourraient s'avérer plus fortes que ce que nous estimons, surtout si l'accroissement de la productivité reste faible, ce qui exercerait des pressions à la hausse sur les coûts et l'inflation.

Dans l'ensemble, le Conseil de direction considère que les risques qui entourent le scénario de référence concernant l'inflation au Canada sont relativement équilibrés.

Le 4 décembre et le 22 janvier derniers, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage, de sorte que celui-ci s'établit maintenant à 4 %. À la lumière des perspectives qu'elle entrevoit, l'institution estime qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire dans un proche avenir afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de ramener l'inflation à la cible à moyen terme.

L'évolution économique et financière récente

La conjoncture internationale

L'expansion économique mondiale est demeurée vigoureuse jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2007. Au cours du quatrième trimestre, toutefois, l'activité a ralenti à l'échelle du globe, et tout particulièrement aux États-Unis. La réévaluation des risques et le resserrement des conditions du crédit qui se sont poursuivis dans les pays industrialisés, et qui découlent principalement des problèmes touchant le marché américain des prêts hypothécaires à risque, ont contribué au ralentissement. L'inflation mondiale a fait l'objet de nouvelles pressions à la hausse, imputables aux augmentations importantes des prix de l'énergie et des aliments.

Jusqu'au troisième trimestre, la vigueur de l'économie s'est maintenue dans toutes les grandes régions du globe et a même été, dans l'ensemble, plus forte que prévu. Aux États-Unis, la croissance économique au troisième trimestre a été alimentée par un rythme d'accumulation des stocks et des dépenses d'investissement étonnamment élevés dans le secteur des entreprises, ainsi que par la vive expansion des exportations nettes attribuable à la robustesse de la demande mondiale et à la

dépréciation du dollar É.-U. Les données disponibles sur l'économie américaine portent à croire que l'activité a décéléré au quatrième trimestre, à cause de la faiblesse persistante du secteur du logement, de la diminution de la production opérée en vue de réduire les niveaux des stocks (notamment dans l'industrie automobile) et de l'incidence négative du durcissement des conditions du crédit.

Étant donné le dynamisme soutenu de la demande mondiale de pétrole et l'absence d'ajustements significatifs de l'offre, les cours du brut ont encore augmenté. Le renchérissement des céréales et oléagineux s'est aussi poursuivi, sous l'effet de la vive progression de la demande dans les grandes économies émergentes et d'une conjoncture défavorable du côté de l'offre. Les cours de beaucoup d'autres produits de base sont également demeurés élevés.

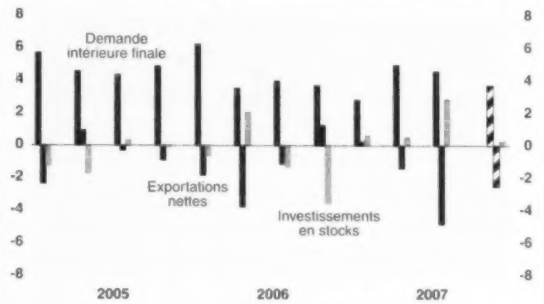
L'activité économique au Canada

Au second semestre de 2007, la croissance de l'économie canadienne a généralement été conforme aux prévisions de la Banque. Elle a ralenti au troisième trimestre, le PIB réel ayant augmenté à un taux annualisé de 2,9 %, un chiffre légèrement supérieur aux 2,5 % avancés dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Les investissements en stocks ont été plus élevés que prévu, contribuant grandement à l'expansion globale, et la demande intérieure finale s'est encore accrue de façon notable (Graphique 1).

Au troisième trimestre, tant les investissements des entreprises que les dépenses publiques en biens et services ont été dynamisés par d'importants achats de machines et de matériel à l'étranger. Le revenu disponible réel des particuliers a progressé quelque peu, l'avoir net des ménages a crû de nouveau et les crédits aux ménages ont continué d'enregistrer des hausses appréciables. Par conséquent, les dépenses des ménages, qui avaient fortement bondi au deuxième trimestre, ont encore grimpé considérablement.

Les exportations nettes ont accusé un repli marqué au troisième trimestre. Le volume des importations a beaucoup augmenté, grâce à la vigueur de la demande intérieure et à l'appréciation passée du dollar canadien. Toutefois, le volume des exportations a connu une expansion modeste, car l'appréciation du dollar

Graphique 1
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Nota : Les chiffres du PIB pour le quatrième trimestre de 2007 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

canadien a exercé un effet modérateur sur la forte demande mondiale de biens et de services canadiens.

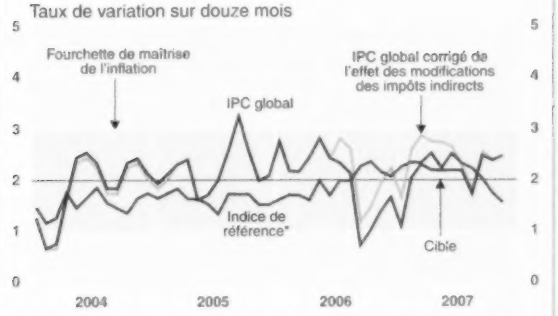
Les données disponibles pour le quatrième trimestre laissent présager d'autres gains substantiels au chapitre de la demande intérieure finale, à la faveur de l'accroissement des revenus réels résultant de l'amélioration des termes de l'échange liée aux cours élevés des produits de base et à une nouvelle appréciation du dollar canadien. Cependant, les exportations nettes brideront vraisemblablement la croissance du PIB. Globalement, le taux d'expansion du PIB réel s'est probablement établi à 1,5 % au quatrième trimestre.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation enregistrée en octobre et en novembre a été inférieure aux projections énoncées dans le *Rapport* d'octobre, en raison surtout, semble-t-il, d'un ajustement du niveau des prix découlant de l'intensification des pressions concurrentielles attribuable au niveau élevé du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à 1,7 % en octobre et en novembre, soit 0,6 point de pourcentage de moins que le chiffre avancé pour le quatrième trimestre dans le *Rapport* d'octobre (Graphique 2). Le fait que le dollar canadien se soit établi près de la parité avec le dollar É.-U. a apparemment amené les consommateurs à prendre conscience des écarts considérables

Graphique 2
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Graphique 3
Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production

* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2007 se fonde sur une croissance prévue de la production de 1,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

qui existent entre les prix canadiens et américains, ce qui a entraîné une correction plus importante qu'anticipé des prix de certains biens, notamment des automobiles. Par ailleurs, l'augmentation des prix de la viande a été plus faible que prévu, par suite d'une amélioration de l'offre. Les services compris dans l'indice de référence se sont aussi renchéris un peu moins qu'on ne s'y attendait.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 1,7 % en août 2007 à quelque 2,5 % en moyenne en octobre et en novembre, ce qui s'explique par la diminution temporaire des prix de l'essence en septembre et en octobre 2006[1]. Néanmoins, l'inflation mesurée par l'IPC global a été très inférieure au taux de 3,0 % avancé en octobre, du fait de la baisse de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Malgré le recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, l'économie canadienne continue de fonctionner au-dessus de sa capacité de production.

Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, la mesure dont se sert habituellement l'institution pour estimer l'écart de production[2] ainsi que la plupart des indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires donnent encore à penser qu'il existe des tensions considérables au sein de l'appareil de production (Graphique 3).

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à un niveau dépassant d'environ un demi pour cent son plein potentiel au dernier trimestre de 2007.

Les conditions du crédit

Les marchés financiers mondiaux demeurent volatils, en raison de la persistance des difficultés associées à la réévaluation des produits structurés et aux pertes anticipées par suite des problèmes éprouvés sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque, et, de façon plus générale, à cause des inquiétudes plus vives que suscitent les perspectives économiques. Le Canada a été touché par cette évolution à l'échelle du globe, mais pas autant que les États-Unis et l'Europe. Si la croissance

1. Les pressions à la hausse que l'ascension récente des cours au comptant du pétrole brut a exercées sur les prix de l'essence ont été largement compensées par l'incidence de l'appréciation du dollar canadien et le rétrécissement des marges.

2. Selon la mesure dont la Banque se sert habituellement, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,6 % sa capacité au quatrième trimestre de 2007. Le niveau estimatif de la demande excédentaire au même trimestre est supérieur d'à peu près 0,1 point de pourcentage à celui prévu dans le *Rapport* d'octobre. Cette augmentation résulte principalement d'une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

des crédits aux ménages et aux entreprises est demeurée robuste au Canada, un certain resserrement s'est fait sentir dans le coût, les modalités et la disponibilité du crédit.

Depuis la fin de juillet, les *institutions financières* canadiennes et étrangères ont dû composer avec un creusement des écarts entre les taux d'emprunt sur le marché monétaire et les taux du financement à un jour attendus. Les conditions du marché monétaire, qui s'étaient détériorées après la parution du *Rapport* en octobre, en partie à cause des inquiétudes liées aux pressions de fin d'année au chapitre du financement, sont maintenant revenues à leurs niveaux d'octobre (Graphique 4).

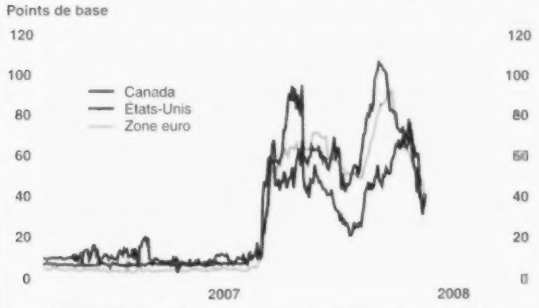
Parallèlement, toutefois, les institutions financières et les entreprises non financières ont vu les écarts de crédit s'accentuer de façon notable sur les marchés obligataires canadiens et mondiaux. Par exemple, pour les obligations à dix ans, les écarts de rendement entre les titres des emprunteurs canadiens cotés A et ceux du gouvernement du Canada sont passés d'environ 100 points de base à quelque 140 points depuis octobre.

On estime que l'écart entre le taux d'emprunt effectif payé par les *ménages* et le taux cible du financement à un jour anticipé a augmenté d'environ 20 à 25 points de base depuis octobre.

L'écart entre le taux d'emprunt que consentent les institutions financières aux *entreprises non financières* et le taux à un jour attendu s'est accru de quelque 15 à 20 points de base depuis octobre. Étant donné l'élargissement des écarts sur les marchés obligataires et le durcissement des modalités des prêts bancaires et des emprunts contractés sur les marchés, les entreprises ont dû faire face à un resserrement non négligeable des conditions du crédit.

Graphique 4

Écarts entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour



* Dans le cas des États-Unis et de la zone euro, le taux interbancaire est le LIBOR (London Interbank Offered Rate), qui est publié par la British Bankers' Association. Dans le cas du Canada, il s'agit du CDOR (Canadian Dollar Offered Rate), qui est publié par Reuters.

Les taux directeurs

Depuis la publication du *Rapport* d'octobre, les taux directeurs ont été abaissés à la fois au Canada et aux États-Unis. Compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et du nouveau resserrement des conditions du crédit, les attentes des marchés dans un certain nombre de pays industrialisés, dont le Canada et les États-Unis, supposent maintenant des taux directeurs nettement plus bas en 2008 que ceux anticipés en octobre.

Les taux de change

Dans un contexte marqué, d'une part, par l'instabilité appréciable des taux de change, des prix des produits de base et des taux d'intérêt depuis octobre et, d'autre part, par la tendance générale à la baisse du billet vert, le dollar canadien a affiché une rare volatilité. Après être monté en flèche au début de novembre, le huard a baissé pour se négocier aux alentours du niveau de 98 cents É.-U. postulé dans la livraison d'octobre du *Rapport* (Graphique 5), un niveau qui n'est pas incompatible avec les facteurs fondamentaux.

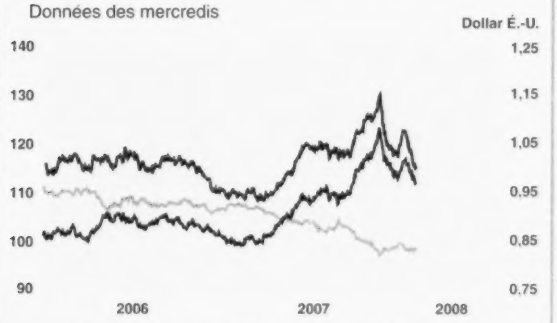
Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, à 98 cents É.-U. en moyenne, comme dans le *Rapport* d'octobre; et une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux.

La robuste expansion qu'a affichée l'économie mondiale ces dernières années devrait se modérer en 2008 et 2009. L'incidence négative du resserrement des conditions du crédit dans les pays industrialisés devrait être compensée en partie par des politiques monétaires plus expansionnistes que prévu et par le

Graphique 5

Taux de change du dollar canadien et taux de change du dollar É.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur



— Cours de clôture au comptant par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)
— Indice TCEC hors dollar É.-U. (échelle de gauche), 1992 = 100
— Taux de change du dollar É.-U. selon l'indice global pondéré en fonction du commerce extérieur (échelle de gauche), 1997 = 100

Nota : L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, est un indice pondéré en fonction du commerce extérieur et comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

Sources : Banque du Canada et Banque fédérale de réserve de St. Louis

Tableau 1

Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		Projection			
		2006	2007	2008	2009
États-Unis	20	**2,9** *(2,9)*	**2,2** *(1,9)*	**1,5** *(2,1)*	**2,5** *(3,0)*
Union européenne	19	**2,9** *(2,9)*	**2,7** *(2,6)*	**1,8** *(2,0)*	**1,9** *(2,2)*
Japon	6	**2,4** *(2,2)*	**1,9** *(2,0)*	**1,6** *(1,7)*	**1,8** *(1,8)*
Chine et ENI[c] d'Asie	18	**10,0** *(10,0)*	**10,1** *(10,0)*	**9,3** *(9,4)*	**7,9** *(8,0)*
Autres pays	37	**6,3** *(6,3)*	**6,3** *(6,3)*	**5,7** *(5,8)*	**5,0** *(5,1)*
Ensemble du monde	100	**5,4** *(5,4)*	**5,3** *(5,2)*	**4,6** *(4,8)*	**4,3** *(4,5)*

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007. La Banque mondiale a publié récemment de nouvelles estimations complètes des parités des pouvoirs d'achat, dont on tiendra compte dans la livraison d'avril 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la livraison d'octobre 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

dynamisme soutenu des pays à marché émergent. La croissance économique mondiale devrait néanmoins décélérer un peu plus rapidement qu'on ne l'escomptait en octobre (Tableau 1).

Les prix des contrats à terme du pétrole brut dépassent actuellement ceux indiqués dans la livraison d'octobre du *Rapport*, tandis que les cours à terme du gaz naturel demeurent essentiellement inchangés. L'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait rester ferme, avant de se replier un peu sous l'effet du ralentissement de l'expansion mondiale.

Les perspectives aux États-Unis

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues nettement à la baisse comparativement à celles présentées en octobre. Le recul de l'activité dans le secteur résidentiel aux États-Unis laisse entrevoir un ajustement plus ample et prolongé que prévu des investissements dans ce domaine et une diminution de la valeur nette des logements. Les conditions du crédit devraient se resserrer de nouveau, en raison des préoccupations persistantes sur les marchés financiers et de la dégradation des perspectives économiques. Ces facteurs, associés à un repli de la valeur du patrimoine des ménages, devraient modérer l'essor attendu de la demande intérieure par rapport aux projections passées. Dans la présente mise à jour, qui intègre l'incidence d'un important assouplissement de la politique monétaire américaine (dont un certain abaissement du taux directeur, qui viendrait s'ajouter à celui annoncé le 22 janvier), on s'attend à ce que l'économie progresse cette année à un rythme inférieur à celui de la production potentielle, avant de se redresser progressivement en 2009. Le taux de croissance devrait être particulièrement faible au premier semestre de 2008 (s'établissant en moyenne à 0,5 % en chiffres annualisés), en raison du tassement de la dépense des ménages et de la baisse des investissements dans le secteur résidentiel. Le PIB devrait augmenter à un rythme de 1,5 % sur l'ensemble de l'année 2008 et de 2,5 % en 2009.

Tableau 2
Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

	2007		2008			2009
	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)[b]	**2,9** *(2,5)*	**1,5** *(1,8)*	**0,6** *(2,0)*	**2,0** *(2,2)*	**2,3** *(2,5)*	**3,2** *(2,6)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**2,9** *(2,8)*	**2,9** *(2,9)*	**2,2** *(2,4)*	**1,7** *(2,1)*	**1,7** *(2,2)*	**2,8** *(2,5)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**2,2** *(2,2)*	**1,6** *(2,3)*	**1,4** *(2,2)*	**1,3** *(2,1)*	**1,6** *(2,0)*	**1,9** *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	**2,2** *(2,2)*	**2,4** *(3,0)*	**1,7** *(2,9)*	**1,4** *(2,4)*	**1,5** *(1,9)*	**1,9** *(2,0)*
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects[c] (taux de variation en glissement annuel)	**2,3** *(2,3)*	**2,4** *(3,0)*	**2,2** *(2,9)*	**1,9** *(2,4)*	**2,0** *(1,9)*	**1,9** *(2,0)*
WTI[d] (niveau)	**75** *(75)*	**91** *(81)*	**93** *(78)*	**92** *(77)*	**90** *(76)*	**88** *(74)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. On estime que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS entrée en vigueur le 1er janvier 2008 et les légères modifications apportées à d'autres impôts indirects auront pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global d'environ 0,5 point de pourcentage sur un an.
d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2008.

Les perspectives au Canada

Dans sa projection pour le Canada, la Banque prévoit une progression plus lente en 2008, mais un peu plus vive en 2009 que ce qu'elle envisageait dans son rapport d'octobre. Le taux de croissance trimestriel annualisé devrait se chiffrer, en moyenne, à 1,3 % au premier semestre de 2008, remonter à 2,3 % durant la seconde moitié de l'année et s'établir à un peu plus de 3 % en 2009 (Tableau 2).

La demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection, à la faveur des prix élevés des produits de base, de la poursuite de l'accroissement vigoureux des revenus réels et de la baisse des taux directeurs (Tableau 3). La progression de la demande intérieure finale est un peu plus robuste qu'on ne le prévoyait dans le dernier rapport, mais le principal changement depuis octobre réside dans le fléchissement beaucoup plus important qu'escompté des exportations nettes. Si la croissance des importations devrait rester solide à l'horizon projeté, l'affaiblissement des perspectives économiques aux États-Unis assombrit celles des exportations canadiennes.

Tableau 3
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel[a]
En points de pourcentage

	2006	2007	2008	2009
Consommation	2,3 *(2,3)*	2,2 *(2,1)*	2,2 *(2,1)*	2,4 *(2,0)*
Logement	0,1 *(0,1)*	0,2 *(0,2)*	-0,1 *(-0,1)*	0 *(0)*
Administrations publiques	0,8 *(0,8)*	0,6 *(0,6)*	0,7 *(0,7)*	0,6 *(0,6)*
Investissements fixes des entreprises	1,2 *(1,2)*	0,6 *(0,5)*	0,5 *(0,5)*	0,5 *(0,5)*
Total partiel : demande intérieure finale	4,4 *(4,4)*	3,6 *(3,4)*	3,3 *(3,2)*	3,5 *(3,1)*
Exportations	0,3 *(0,3)*	0,6 *(0,5)*	-0,1 *(0,2)*	0,4 *(0,4)*
Importations	-1,6 *(-1,6)*	-1,7 *(-1,2)*	-1,3 *(-1,2)*	-1,1 *(-1,0)*
Total partiel : exportations nettes	-1,3 *(-1,3)*	-1,1 *(-0,7)*	-1,4 *(-1,0)*	-0,7 *(-0,6)*
Stocks	-0,3 *(-0,3)*	0,1 *(-0,1)*	-0,1 *(0,1)*	0 *(0)*
PIB	2,8 *(2,8)*	2,6 *(2,6)*	1,8 *(2,3)*	2,8 *(2,5)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

On s'attend toutefois à ce que l'effet modérateur exercé par les exportations nettes sur notre économie se résorbe en 2009, à mesure que l'activité s'accélérera chez nos voisins du sud.

En raison de la détérioration des perspectives à court terme aux États-Unis et du resserrement des conditions du crédit au Canada, la Banque prévoit que notre économie affichera une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre de cette année. Dans ce scénario de référence, le redressement subséquent de l'économie américaine et un nouvel abaissement du taux directeur au Canada qui serait opéré dans un proche avenir permettent de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au début de 2010[3].

Les chiffres projetés relativement à l'inflation mesurée par l'indice de référence sont inférieurs à ceux envisagés dans le *Rapport* d'octobre. Pour ce qui est de 2008, cette révision tient à la présence, pendant une bonne partie de l'année, de capacités légèrement excédentaires au sein de l'économie et aux pressions continues exercées par les prix de certains biens échangeables, qui sont plus bas que prévu en raison de l'intensification de la concurrence liée à la vigueur du dollar canadien. Comme on prévoit toutefois que l'incidence de l'ajustement du niveau des prix sur l'inflation mesurée se dissipera, que les attentes d'inflation demeureront bien ancrées et que l'équilibre entre l'offre et la demande se rétablira dans l'économie, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait remonter à 2 % d'ici la fin de 2009.

La trajectoire du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global à l'horizon projeté reflète le nouveau scénario concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence, les attentes relatives aux prix de l'énergie et l'effet des modifications apportées aux impôts indirects. Le taux d'accroissement de l'IPC global attendu pour 2008 est moins élevé que celui projeté en octobre, compte tenu de la révision à la baisse des prévisions relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence et de l'effet direct estimé de la réduction de un point de pourcentage de la TPS (et de petites modifications d'autres impôts indirects). L'incidence de ces deux facteurs est compensée en partie par celle de la hausse des cours à terme du pétrole brut. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous la cible de 2 % au début de 2008 et se maintenir sous la barre de 2 % jusqu'à la fin de l'année, avant de remonter à la cible vers la fin de 2009. L'inflation mesurée par l'IPC global corrigé de l'effet de la récente réduction de la TPS devrait avoisiner 2 % en moyenne tout au long de 2008 et de 2009.

3. On prend comme hypothèse que le rythme d'expansion de la production potentielle sera de 2,8 % en 2008 et de 2,7 % en 2009 – les mêmes taux que ceux postulés dans le *Rapport* d'octobre.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.